

Havi elemzés – Július

Orbán Gábor: Növekvő kereslet és kínálat az állampapírpiacra

Az Államadósság Kezelő Központ július másodikán 41,5 milliárd forintnyi 3, 5 és 10 éves állampapírt értékesített egyszámjegyű hozamokon. A sikeres aukció hatására az ÁKK a mennyiségek emelése mellett döntött, és két héttel később 85 milliárd forintnyi kötvényt adott el még alacsonyabb hozamok mellett. Ezt követően egymilliárd eurónyi ötéves devizakötvényt is megvettek a befektetők az államtól. A forint papírok 2,5-3-szoros túljegyzése az erősen lecsökkent hozamok mellett komoly keresleti potenciált jelez. A mennyiségek tekintetében úgy fest, hogy amennyiben ezek a tételek kéthetente „elmennek”, már nem is lennének olyan messze az utolsó békeév, 2007 kibocsátási mennyiségeitől. A most meghirdetett tételekkel folytatva, (figyelembe véve a 40%-os nem kompetitív kibocsátási lehetőséget is) elérhető közelségbe kerül az évi 2000 milliárd fölötti bruttó kötvénykibocsátás, és reálisan merül fel annak a lehetősége, hogy az állam további IMF-forrás lehívása nélkül is képes magát finanszírozni (ami persze nem jelenti azt, hogy ne lehetne szükség egy újabb, kisebb standbyra később, a már lehívott hitel görgetésére).

A kibocsátási szerkezet tekintetében jó irányba történt az elmozdulás (az államadósság-kezelő helyesen a rövidebb lejáratokon igyekszik nagyobb mennyiséget eladni), ugyanakkor volna még mit javítani, hiszen a MAX referenciaindexszel rendelkező befektetők háromszor annyi hároméves papírt kell, hogy vegyenek, mint tízévest (illetve kétszer annyi ötévest, mint tízévest) ahhoz, hogy kamatkockázatuk a MAX- indexével összhangban maradjon. Másrészt az állam érdeke is azt kívánja, hogy amennyire lehet, ne a továbbra is magas, 8 százalék fölötti forward kamatokon adósodjon el. Az elmúlt időszak fontos tanulsága az is, hogy az ország javuló hitelkockázati megítélése egyszerre oka és következménye a távoli forwardok csökkenésének, a hozamgörbe lapulásának. Akár a tyúk volt előbb, akár a tojás, a kibocsátás nagyját érdemesebb a rövidebb lejáratokra koncentrálni, ahogy ezt minden adósságkezelő teszi a tágabb régióban is.

Mivel az elmúlt fél évben a kezelt vagyon arányában is jelentősen csökkent a magyar államkötvények súlya mind a hazai, mind a külföldi alapkezelőknél, jelentős visszatartott kereslet volt és van a rendszerben. Ez a kereslet eleinte elsősorban a visszavásárlási aukciók által kiszárított 1-3 éves futamidőkön volt erősebb, de mivel a piaci finanszírozáshoz való visszatérés reménye miatt az ország hosszú távú fizetőképességének is pozitívabb lett a megítélése, a hosszabb lejáratok egy idő után népszerűbbek lettek. A forintkötvények iránti kereslet másik kulcseleme a kamatsökkentési várakozások széles körűvé válása, különösen azután, hogy Magyarország maradt szinte az egyetlen feltörekvő piac, ahol ennek még komoly tere van. Az MNB korábban azt az üzenetet küldte, hogy a kockázati megítélés tartós javulására van szükség ahhoz, hogy csökkenhessen az alapkamat. A javulás az eszközárakból egyértelmű (árfolyam, hozamok, fx-swap bázis, asset swap felár, CDS), és jelentős forgalom (kibocsátás stb.) is van ezeken a szinteken. A finanszírozási feszültségek enyhülése fundamentális oldalról is alá van támasztva: egyrészt a bankrendszer mérleg szerinti devizapozíciója záródott valamennyit és így kevésbé szorul a korábban igencsak túlterhelt devizaswap-piacra, másrészt a költségvetési politika is komoly fazonigazításon esett át, így a jövőbeli finanszírozási igényről alkotott befektetői kép javulni tudott. A devizaliquiditás gyógyulása és a sikeres állampapír-aukciók után védhető az álláspont, hogy az

országspecifikus kockázati prémium tartósan csökkent, nem is csoda, hogy 20 elemzéből 20 szerint vágható az alapkamat.

A kereslet további erősödéséhez vezethet a magánnyugdíj-pénztári szabályozás frissen bejelentett változása. Amennyire a pénztárak jelenlegi referenciaindex-összetételéből kikövetkeztethető, a devizás értékpapírokra megszabott limit hatására a forint-értékpapírok – feltételezhetően elsősorban állampapírok – iránti magán-nyugdíjpénztári kereslet érezhetően, a következő egy évben mintegy 110 milliárd forint körüli mértékben, tehát közel duplájára nőhet. Az idén decemberi határidővel előírt limiteknek való megfeleléshez (5% a klasszikus, 20% a kiegyensúlyozott és 45% a növekedési portfolióban) kb. 45 milliárd forintnyi átcsoportosításra lesz szükség, amelynek harmada kell, hogy aktív eladással történjen, a maradék a befolyó pénz 100%-os forintoszközbe-fektetésével elérhető. Jövő szeptemberig a növekedési portfolió devizalimitjének 35%-ra történő csökkentése miatt a befolyó pénzeket ismét csak teljes egészében forintoszközökbe kell fektetnie azon pénztáraknak, amelyek a limit fölé esnek, ami további 50-55 milliárdnyi pluszkeresletet okoz majd. E passzív alkalmazkodáson felül még 10-15 milliárd direkt portfolióátrendezés (devizaeszköz-eladás) is szükségessé válik majd. További, hosszú távú hatás, hogy a pénztári szektor a befolyó pénzek nagyobb százalékát fekteti ezentúl forintos eszközökbe, ami 2011-től évente 20-30 milliárd extra keresletet jelent.

Mindennek eredményeképpen komoly keresleti nyomásról nem lehet beszélni, ellentétben például a választható portfóliós rendszer bevezetése után kialakult állampapír-piaci kereslet-visszaesés (illetve kínálat-növekedés) esetével, ami mértékét tekintve ennek négy-ötszöröse volt. Mindemellert az új szabályozás érdemben hozzájárulhat a hangulat javulásához, és hosszabb távon az alacsonyabb és kevésbé volatilis hozamokhoz is. Feltételezhető továbbá, hogy a változtatás hatására megszűnik, vagy legalábbis szűkül az a diszkont, amellyel a magyar részvények forognak a lengyel társaikhoz képest, ahol az új magyar szabályozáshoz képest is lényegesen szigorúbb (5%, ami 2015-re enyhül fokozatosan 30%-ra) a devizás értékpapírokra előírt nyugdíjpénztári limit. Forintpiaci hatását tekintve, mivel anekdotikus információk szerint a devizás kitétség jelentős részét így is fedezték már a pénztárak, a hatás egy év alatt legfeljebb a forintoszközök iránti extra kereslet fele, 200 millió euró lehet, aminek forintpiaci hatása nem jelentős.

Meddig csökkenhetnek a hozamok? A tartósan erőteljes kínálat nyilvánvalóan alátámasztja majd a hozamokat a jövőben, az azonban már elképzelhető – feltéve, ha a volatilitás a globális pénzügyi piacokon alacsony marad (a VIX index 30 körüli vagy az alatti szintjét annak tekintem) – hogy a magyar állampapírok hozamai, hasonlóan más kockázatos eszközök áraihoz, a tavaly szeptemberi Lehmann-csődöt megelőző szintre kerülhetnek. A német állampapírok fölötti felárat tekintve ez mintegy 200 bázispontos teret jelent lefelé a magyar tízéves hozamban, de a 10 éves hozam abszolút szintjét tekintve is van 100 bázispont tartalék. Ami az ötévest illeti, a helyzet komplikáltabb, mivel a fejlett piaci állampapír-hozamgörbék, beleértve a németet is, rendkívül meredekké váltak az elmúlt egy évben a párhuzamos monetáris és költségvetési lazítás eredményeképpen. Az ötéves szegmens így abszolút értelemben semleges értékelési szinten mozog, azonban a német papírokhoz viszonyítva 300 bázisponttal így is magasabban áll, mint tavaly ilyenkor. Mivel olyan agresszív kamatcsökkentésben az MNB egyelőre nem gondolkodhat, mint a legtöbb külföldi jegybank, az ötéves szegmens várhatóan alulteljesíti majd a tízévest a következő hónapokban.

Mindent összevetve a forint állampapírok iránti kereslet és kínálat párhuzamos emelkedésére lehet számítani az elkövetkező hónapokban, ami önmagában még nem lenne pozitív fejlemény. Arra is tekintettel viszont, hogy az ország előtti egyik legnagyobb hosszú távú kihívást az IMF-hitelről való leválás jelenti, összességében kedvező a hazai magyar eszközárak szempontjából, ideértve a továbbra is kedvező értékeltségi szinten álló állampapír- és vállalatikötvény-felárakat, valamint a részvények árfolyamát.

Készítette az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. (1091 Budapest, Üllői út 1.)
Orbán Gábor - makroelemző és kötvényportfólió-manager
Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. Az AEGON Magyarország Befektetési Alapkezelő Zrt. nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.